

转型海参养殖 品牌与新品营销待加强

——东方海洋（002086）调研快报

2010年8月16日

推荐/维持

农林牧渔

调研快报

银国宏 S1480207120048

联系人：王昕 农林牧渔行业分析师 010-66507312 MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件：

近期我们拜访了位于山东烟台的东方海洋，就公司各项业务的发展与相关领导进行了沟通。

1 公司海域大幅扩张，海参陆续投苗释放产能，下半年价格将上行

公司原有海域 836 万亩，年可产海参 120 吨，07 年公司调整业务方向开始由加工企业转型为高档海珍品养殖和加工公司，并寻找了 4.1 万亩适合海参生长的海域。08、09 年公司在新海域陆续投苗约 100 万斤和 200 万斤，主要是 30-50 头/公斤的大苗，生长期 1-2 年左右，09 年有部分收获，我们预计 10 年新增海参量仍来自于上两年投苗约 640 吨，11 年募投项目可陆续贡献成参近 1000 吨。

07-09 年海参年批发均价分别为 177 元/千克、159 元/千克和 141 元/千克，其中 09 年呈现前低后高走势，上、下半年均价分别为 123 元/千克和 159 元/千克。2010 年上半年海参均价 178 元/千克，比 09 年增长 44.8%，下半年重要节日渐多且秋冬季正是进补季节，同时在今年农产品价格整体走强的格局下，我们预计下半年海参价格下降的可能性较小，可能维持在 170-190 元/千克左右。公司 07-09 年海参单价近 190 元/千克、183 元/千克和 170 元/千克，比批发价高 7%、15%和 20%，我们认为凭借公司的品牌和质量优势，其价格将保持一贯的溢价性，同时伴随公司募投海参苗达产后，海参成本将有降低，毛利率也有提高可能。

表 1：公司原有与新增海域面积

海域	海阳市辛安镇	担子岛	牟平	莱州	合计
面积（亩）	836.7	10410	9995	10000	10000
属性	原有	新增	新增	新增	41241.7

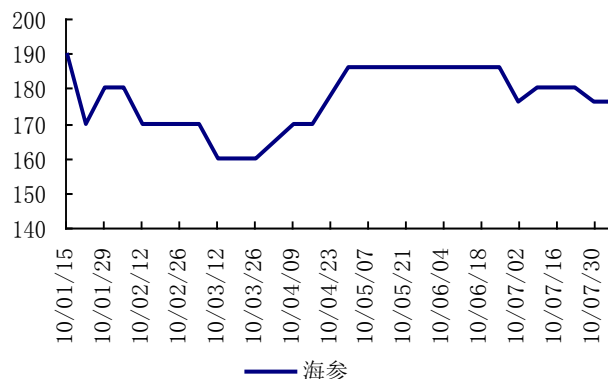
资料来源：公司公告，东兴证券

图 1：2007-今海参批发价格



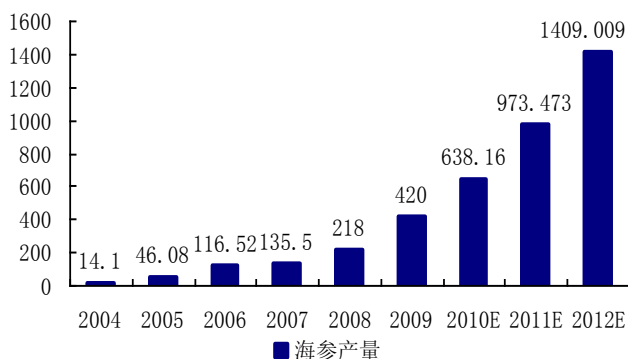
资料来源：公司公告，东兴证券 单位：元/千克

图 2：2010 年以来海参批发价格



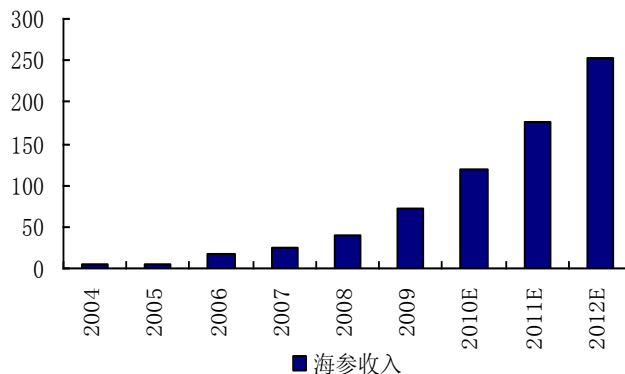
资料来源：公司公告，东兴证券 单位：元/千克

图 3：2007-2012E 海参销量



资料来源：公司公告，东兴证券 单位：吨

图 4：2007-2012E 海参收入

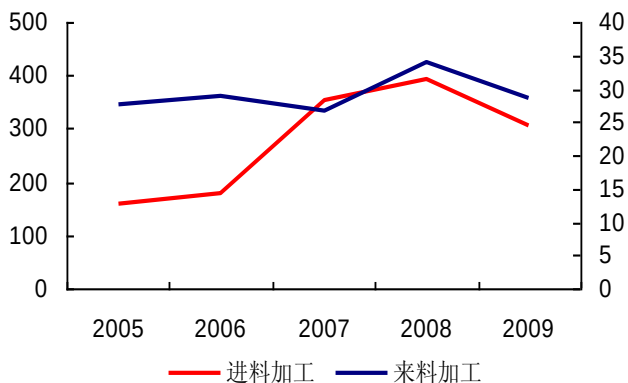


资料来源：公司公告，东兴证券 单位：万元

2 加工业务将保持现有规模，未来将调整加工结构来改善毛利率

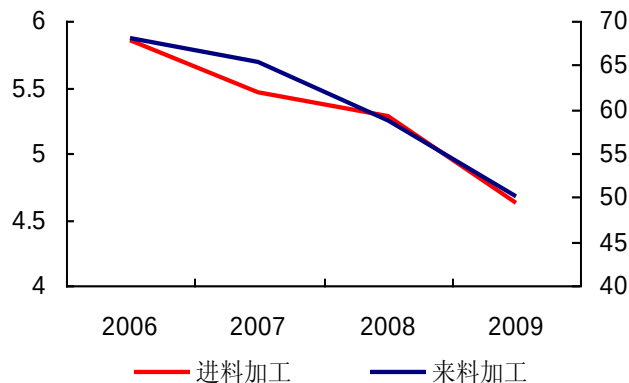
公司拥有水产品加工能力 5.8 万吨/年，现代化冷藏加工能力 8 万吨/次，产能是 06 年 2 万吨的 2.9 倍。金融危机后水产加工业经历严峻的行业洗牌，公司凭借优质品质和规模效应而成为后危机时的受益者，今年 5 月后水产加工产品价格整体上扬，公司上半年这部分收入增长 16%。我们预计未来一段时间公司重心将放在水产养殖，水产品加工由于人工费用增加而存在招工难度，且毛利率受油价和人民币升值影响波动较大，未来加工产能和规模不会再扩大，但可能通过调整鱼类加工的品种来改善毛利率。

图 5：2005-2009 年水产品加工收入



资料来源：公司公告，东兴证券 单位：万元

图 6：2005-2009 年水产品加工毛利率

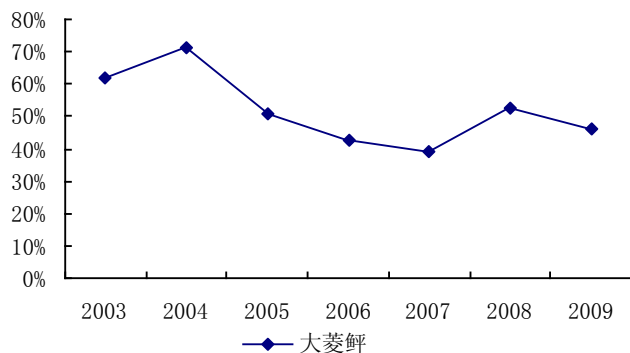


资料来源：公司公告，东兴证券 单位：%

3 大菱鲆毛利率下降，或将寻找其他高毛利鱼种；海带苗规模扩张，保持优势

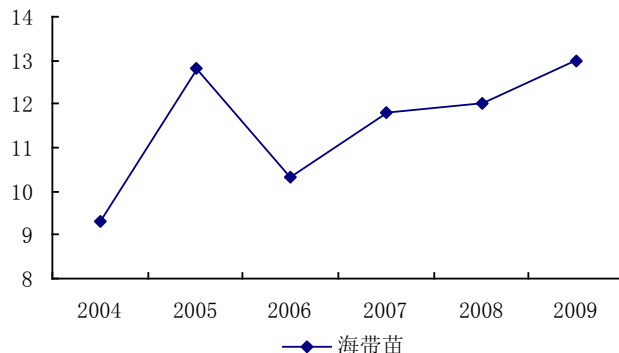
公司大菱鲆毛利率自 04 年达到 71%后就开始下滑，今年中期为 38.84%，大菱鲆对水温和盐度要求较高，近年单价已较引入时下降不少，我们预计未来公司可能引进毛利率较高的新鱼种，从而提高养殖毛利。公司是全国大型海带生产企业之一，市场占有率有 10%，原海带苗产能 11 亿株，海藻遗传育种中心达产后还将新增海带苗产能 3 亿株。2007 年全国海带育苗能力 255 亿株，山东省育苗能力为 68 亿株，完全达产后公司海带产能将达 14 亿株，占山东产能的 20%左右，规模优势明显。

图 3：2003-2009 大菱鲆毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券 单位：%

图 4：2004-2009 海带苗销量



资料来源：公司公告，东兴证券 单位：亿株

4 胶原蛋白产能 150 吨以上，销量增长还需时日

胶原蛋白是公司利用鱼片加工过程中所产生的副产品鱼皮生产的高附加值产品，目前产能在 150-200 吨，以前鱼皮、鱼骨等都作为下脚料销售故价格较低，现在利用酶分解技术制成胶原蛋白后其价格有几倍的增长且这部分毛利率较高，预计在 50% 以上。公司胶原蛋白一部分用于终端销售，一部分为化妆品公司提供原料，我们预计随着人们对健康的关注和美容需求的提升，这部分市场空间巨大，但由于公司产品目前还处在市场培育期，销量快速增长还需等待时日。

5 品牌推广与营销网络建设逐步推广

为了树立“东方海洋”品牌，公司于今年 4 月出资 200 万元设立了全资子公司山东东方海洋销售有限公司，并在全国范围内发展了各级代理商 50 余家，开设加盟店 20 余家，北京、上海、天津、湖南等近 20 个省份均已设有公司品牌代理，公司官方网上商城也已正式投入运营，营销网络初步建立。我们认为公司做大做强、树立品牌的思路是符合高档海珍品消费需求的，建立各级营销体系也将促进海参品牌化，同时推进胶原蛋白销售渠道顺畅，但专营店和代理的销售效果还待加强，未来值得进一步关注。

结论：

2001-2006 年我国人均水产品销量年复合增长率为 7.6%，而同期水产品的人均占有量增速为 2.2%，人均消费量增速超过人均占有量增速 5.4 个百分点，可以看出国内市场对水产品的需求保持持续增长并呈增速加快的趋势，同时水产品消费需求的增长速度已经超过水产品供给的增长速度。我们认为未来水产品消费增速将大幅提高，尤其是一线城市的海珍品消费将向家庭转移，二三线城市的酒店海珍品需求将加大，这些都成为公司长远发展的积极因素；另一方面公司已由“两头在外”的来进料加工企业转型为高档海珍品养殖和水产品加工贸易并举的公司，我们看好海产品需求增速加快和公司海参养殖规模扩大而带来的产销量提高，预计公司 2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.29 元和 0.41 元，对应的 PE 是 46 倍和 33 倍，维持“推荐”评级。

表 4：公司盈利预测

万元	2008A	2009A	10E	11E
营业收入	560.08	473.51	558.55	673.16
(+/-)%	20.73%	-15.46%	17.96%	20.52%
经营利润 (EBIT)	44.63	50.16	68.13	95.42
(+/-)%	13.97%	12.38%	35.81%	40.06%

净利润	45.88	55.30	72.60	100.94
(+/-)%	19.70%	20.54%	31.27%	39.04%
每股净收益（元）	0.41	0.23	0.29	0.41

资料来源：东兴证券

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。